

ФИНАНСОВИ АСПЕКТИ НА РЕШЕНИЕТО ЗА ОБЕДИНЯВАНЕ НА ПРЕДПРИЯТИЯ

Емил Калчев*

Резюме: Обедняването на предприятия е инструмент за постигане на интензивен растеж и бързо създаване на значително богатство. Съответно и рисковете, които го съпътстват, също са значителни. Това предопределя ключовото значение на финансовия анализ в рамките на решението за обединяване, защото на негова база обединяване се обосновава или отхвърля. Не само аспектите на този анализ, но и неговият аналитичен инструментариум силно варират и в теорията, и в практиката. Това създава трудности при прилагането му и води до необосновани резултати, които могат да увеличат значително риска от погрешно решение. Целта на статията е да обхване всички съществени финансови аспекти на решението за обединяване и да го моделира от финансова перспектива, базирайки се на теоретично обосновани и същевременно приложими методи, които са адаптирани към условията на българската икономическа среда.

Ключови гуми: сливания и придобивания, бизнескомбинация, синергия.

JEL: G34.

Въведение

В рамките на жизнения си цикъл предприятията често преследват ускорен растеж, защото така по-пълноценно могат да достигат целите си. От стратегическо финансово гледище растежът се свързва с идентифициране, оценяване, избор и реализация на перспективни инвестиционни проекти. Те могат да са както машини, съоръжения, производства, фабрики, така и цели предприятия¹, действащи в някоя от правно-регистрационните форми, със свои собственици, кредитори, мениджмънт и организационна структура. Такива проекти имат специфична реализация и законово регулиране. Абстрахирайки се от различните форми, в които те се осъществяват, за общото им обозначаване ще използваме термина "обединяване на

* Емил Калчев е доктор по икономика, главен асистент в департамент "Икономика" на Нов български университет, e-mail: e.kalchev@nbu.bg

¹ Тук "предприятие" се употребява по смисъла на Закона за счетоводството (ЗС, 2012, чл. 1, ал. 2).

Дискусия

предприятията². Обединяванията имат повече от едновековна история, в която се обособяват шест вълни с различна специфика. Въпреки че аспектите им са най-различни: управленски, финансови, счетоводни, данъчни и др., главната хипотеза за обяснението им е стремежът за бързо създаване на значително богатство в рамките на бизнес цикъла (Gaughan, 2010, pp. 23-53).

След като бъдат изяснени финансовите мотиви за обединяване и описани видовете, ще бъде представен предшестващият обединяването финансов анализ, в който са взградени специфичните за нашата страна счетоводни и данъчни аспекти.

Финансови мотиви за обединяване на предприятията

Обединяване е налице, когато две (или повече) предприятия се събират в една икономическа единица, която контролира и управлява общите активи и дългове, както и извършваната икономическа дейност (дейности). Мотивът за обединяване, както при всяко стратегическо финансово решение, е създаване на богатство за собствениците на обединеното предприятие (Brigham et al., 2010, p. 970). Особеното е, че така може да се създаде значително бо-

гатство за кратко време. В литературата се посочват и други мотиви (Николова, 2010, с. 518-521), които в крайна сметка се свеждат до горното.

На първо място, богатството може да е следствие от синергия – стойността на обединеното предприятие е по-висока от сбора на стойностите на самостоятелните предприятия, участващи в него. Синергия се появява, когато обединеното предприятие реализира допълнителни икономии – оперативни (икономии от мащаба на производството, технологични, по пласмента), финансови (по-ниски транзакционни разходи, общо финансово обслужване) и управленски (активите на по-лошо управляваното предприятие също ще бъдат управлявани от по-добрия мениджмънт). От друга страна, синергия е налице и ако обединеното предприятие може да наложи по-високи пазарни цени, главно поради някаква форма на монополизиране на пазара (Дивайн, 2003, с. 34-38). Такова икономическо победение подлежи на регулиране и контрол от страна на държавата въз основа на Закона за защита на конкуренцията³.

Второ, богатството може да е за сметка на неплащане на данъци. Например предприятие А, отчитащо високи печалби, се обединява с предприятие Б, натрупало зна-

² Терминологията, свързана с обединяванията, е многообразна. Търговският закон използва понятието "преобразуване" (ТЗ, 2010, гл. XVI), което се възприема и от Закона за корпоративното подоходно облагане (ЗКПО, 2012, гл. XIX), докато в счетоводството се прилага терминът "бизнескомбинация" (МСС, 2003, № 22). Икономическата литература превежда навлезлите в англоезичната книжнина тамошни законови понятия – най-често "сливане", "придобиване" ("изкупуване", "поглъщане"), "консолидация" и др. Българските законови понятия са не само разнородни, но и всяко от тях има строго специфичен смисъл (*termini technici*), което ги прави непригодни за теоретична употреба. Дობилите популярност преводни термини звучат по-неутрално и са по-подходящи, но измежду тях няма общо понятие, обозначаващо този феномен. Именно такава е необходимо тук във връзка с финансовия му анализ, защото той е в голяма степен общ за различните форми. Като общо понятие възприемаме "обединяване на предприятия", което въпреки етимологичната си близост със законовия термин "обединения" (ТЗ, 2010, чл. 275-280б) не бива да се смесва с него.

³ Комисията за защита на конкуренцията е държавният орган, който установява нарушенията на закона и постановява съответни санкции. Тя извършва анализи и мониторинг на пазарната среда, която се променя вследствие на обединяването.

Дискусия

чителни минали загуби, в резултат на което обединеното предприятие *АБ* изравнява текущите печалби на *А* със загубите на *Б* и за известен период от време не плаща данъци върху печалбата или попада в по-нисък етаж на прогресивна данъчна тарифа. Доколко обединяване е данъчно мотивирано, зависи от дизайна на данъчната система и от размерите, прилагани от нея. Така горният пример за *А* и *Б* е неприложим за България, защото Законът за корпоративното подоходно облагане не допуска пренасяне на минала данъчна загуба при обединяване. Освен това размерът на данъка у нас е относително нисък – 10 на сто за неразпределената и 14,5 на сто за разпределената печалба⁴, което заедно с транзакционните разходи по обединяването⁵ в голяма степен го обезсмисля.

Трето, създаването на богатство често е резултат от възможността чрез обединяване да бъдат придобити активи по пазарната им цена – например изграждането на фабрика е по-скъпо от обединяване с предприятие, притежаващо такава. Целта в случая може да не е използване на придобитите активи, а последващата им разпродажба по пазарни цени (по ликвидационна стойност) и реализирането на незабавна (арбитражна) печалба.

В някои случаи обединяването не съответства на целите на собствениците, а на личните мотиви на мениджмънта – например на стремежа за повече власт (управление на по-голямо предприятие), на желание то за по-високо възнаграждение (то често

Обединяване на предприятия

зависи от големината на управляваното предприятие) и др. Независимо от това, за подобно обединяване винаги се привеждат икономически аргументи от гледнище на собствениците. Например, въпреки че те безпроблемно могат да диверсифицират риска в личното си пространство, при това в съответствие с индивидуалния си рисков профил, и че рядко са налице други икономически основания (напр. данъчни) това да става на равнище предприятие, диверсификацията често се изтъква като главен мотив за обединяване.

Видове обединяване

Най-разпространените икономически критерии за класифициране на обединяване са: в зависимост от предмета на дейност, от вида на сделката и от отношението на мениджмънта към него. Според предмета на дейност то е: хоризонтално, вертикално, сродно и разнородно. Хоризонтално е обединяването между предприятия с еднакъв предмет на дейност – производител на автомобили се обединява с друг такъв. Вертикално е между предприятия с различни позиции в рамките на една и съща верига на добавена стойност – предприятие за автомобилни седалки се обединява с предприятие за тапицерии. Сродно е обединяването между предприятия с близък предмет на дейност (не еднакъв и не по веригата "гоставчик-клиент") – например между производители на леки автомобили и

⁴ Този данъчен размер се изчислява, като от печалбата на предприятието *P* се приспада 10 на сто корпоративен данък и остава нетна печалба $P(1-0,1)$. Върху нея се налага данък върху дивидентите 5 на сто и след него остава $[P \cdot (1-0,1) \cdot (1-0,05)]$, т.е. $0,855 \cdot P$, т.е. платен е общо данък в размер на $0,143 \cdot P$, или 14,5 на сто.

⁵ Разходи по: регистрация, емитиране на акции и облигации; такси и комисионни за откриване на депозити и гаранции; данъци, предизвикани от акта на обединяването; обслужване на заеми; анализ и администриране на обединяването; съдебни разноски и др.

Дискусия

на мотоциклети. Разнородно е, когато се обединяват предприятия, позиционирани в различни вериги на добавена стойност – предприятие за автомобили и такова за перилни препарати.

Според вида на сделката обединяването е (главно) придобиване или сливане. Придобиване е налице, когато едно предприятие изкупува собствения капитал на друго на т.нар. пазар за корпоративен контрол, което се превръща в негов филиал, подлежащ изцяло на управлението и контрола му⁶. Придобитото предприятие престава да съществува, а правоприменик за вземанията и задълженията му е придобиващото⁷. Сливането се характеризира с равнопоставеност на мениджмънта и акционерите на сливащите се предприятия в собствеността, контрола и управлението на слятото предприятие. При него имуществата на отделните предприятия преминават към новоучредено, което става техен правоприменик (ТЗ, 2010, чл. 262а). Сливането е по-рядка форма на обединяване от придобиването, поради което то тук е в периферията на нашето внимание.

По отношението на мениджмънта обединяването е приятелско или враждебно (Brealey, 2008, pp. 900-905). При приятелското предприятие решава да се обедини с друго в рамките на инвестиционната си политика (най-често да придобие по-малко). В този случай, след като намери подходящо целево предприятие и го оцени, придобиващото изработва варианти за цени и форми

на плащане. Ако мениджмънтът на целевото предприятие не се противопоставя, придобиващото обявява официално намерението си и започват преговори, в резултат на които се достига до конкретните параметри на сделката за придобиване, в т.ч. до цена и форма на плащане. Мениджмънтът на всяко от предприятията докладва на акционерите за резултата от преговорите и обосновава придобиването. Мениджмънтът на целевото предприятие препоръчва на акционерите да приемат придобиването. На практика те биват помолени да прехвърлят на придобиващото предприятие дяловете си чрез финансовата институция, обслужваща сделката, в замяна на което получават от нея уговорената цена. Ако получават цената в акции на придобиващото предприятие, те стават негови акционери. Често мениджмънтът на целевото предприятие се противопоставя на предложението за обединяване, например поради ниска офертна цена, страх от освобождаване от дължност и др. Тогава придобиващото предприятие се обръща с оферта директно към собствениците. Такова придобиване е враждебно. Мениджмънтът на целевото предприятие се съпротивлява, като убеждава акционерите, че цената е твърде ниска, и предприема конкретни мерки за предотвратяване на придобиването – например иницира придобивания с цел придобиваното предприятие да стане твърде голямо и/или твърде задължяло,

⁶ Търговският закон определя тази форма на обединяване като "вливане" (ТЗ, 2010, чл. 261).

⁷ Придобиващото предприятие може да изкупи не целия, а такава част от собствения капитал на придобиваното, която му позволява значителен контрол върху него. В този случай последното не загубва юридическата си самостоятелност. Ако предметът на дейност на придобиващото предприятие е управление на придобити по този начин предприятия, то е холдинг (ТЗ, 2010, чл. 277-280).

Дискусия

за да бъде придобито. От друга страна, придобиващото предприятие се стреми да достигне необходимия пакет от акции, за да смени опортюнистичния мениджмънт. То може да заведе съдебно дело срещу легитимността на действията му, ако може да докаже, че те са в ущърб на собствениците⁸. Отношенията между мениджмънта на двете предприятия могат да прераснат в битка (*proxy fight*), която да продължи дълго време и да струва на акционерите огромни разходи. Практиката показва, че гостатъчно висока цена за дяловете на целевото предприятие, платима в брой, преодолява съпротивата и собствениците и те се съгласяват с придобиването. Изобщо, въпреки нормативната ориентация на обединяването към максимизиране богатството на собствениците, то на практика често е следствие от личните мотиви на мениджмънта (Данаилов, 2002 г., с. 25-28).

Финансов анализ на обединяването

Финансовите аспекти на обединяването се концентрират във финансовия анализ, който го предхожда и съпътства. Той започва с полагането на система от индикатори, прилагани към предприятията, потенциални цели за обединяване. Индикаторите разкриват техни финансови характеристики, правещи ги атрактивни за обединяване. След като са идентифицирани целеви предприятия, те се подлагат на анализ, основната задача на който е да разкрие финансовите ефекти от обединяване с тях - дали с него се очаква създаване или унищожаване на богатство за собствениците на обединеното предпри-

Обединяване на предприятия

ятие, неговият размер и произход. На трето място, анализът е база за изработване на ценови оферти, обикновено с различни варианти на цени и форми за плащане, които предполагат специфично разпределяне на ползите и рисковете от обединяване между различните групи акционери.

Не се ли преследват данъчни ефекти с обединяването, ключов елемент на финансовия анализ е оценката на придобиваното (целевото) или сливащите се предприятия. Ако офертната цена е по-висока от стойността на целевото предприятие при независимо продължаване на дейността, то би трябвало да я приеме и придобиването да се състои. При сливане предприятията се оценяват по методика, аналогична на тази при придобиване, и двете групи акционери се договарят какви части от обединеното предприятие да получат.

Индикатори за целеви предприятия

Обединяването на предприятия крие огромни финансови потенциали (и разбира се рискове), поради което мениджърите на предприятия, преследващи бърз икономически растеж или желаещи да навлязат бързо и сигурно на нови пазари, или да инвестират излишния си капитал така, че да могат да го контролират, или да реализират арбитражна печалба, перманентно сканират пазара за корпоративен контрол за подходящи целеви предприятия въз основа на панел от индикатори и техни гранични стойности (Gaughan, 2010, pp. 577):

- Коефициентът "цена на една акция/ печалба на една акция" (*P/E*) е по-нисък или равен на средния за последните три години.

⁸ Ненков (2008, с. 205) посочва и други защитни стратегии.

Дискусия

Нисък коефициент е желана характеристика за целево предприятие, защото така на ниска цена се придобиват бъдещите му нетни печалби. Причина за ниската цена на акциите могат да са промени в предпочитанията на инвеститорите, но тя може да отразява и слабост за генериране на бъдещи печалби. Ако такава слабост не може да се идентифицира, предприятието е добър кандидат за обединяване.

- *Пазарните цени на акциите са под счетоводната им стойност.*

В някои браншове и етапи от бизнес цикъла счетоводната стойност на акциите адекватно отразява стойността им. Ако това е така и пазарните цени паднат под счетоводните, поради примерно неефективност на капиталовия пазар, предприятието е добър кандидат за обединяване. Предприятия, притежаващи ликвидни активи, имат по-надеждни счетоводни стойности на акциите си. Падането на пазарната цена на акциите под тази стойност създава благоприятни условия за реализиране и на незабавна печалба, минимизираща риска за придобиващото предприятие, особено ако придобиването се финансира с кредит.⁹

- *Коефициентът за (нормална) ликвидност – "краткотрайни активи/краткотрайни задължения", е по-голям от две.*

Колкото по-ликвидно е целево предприятие, толкова по-желано е то за придобиване, особено ако придобиването се финансира с дълг.

Коефициентът за задлъжнялост – "дълг/активи" е по-малък от едно. Колкото по-малък е този коефициент, толкова по-добре.

Колкото по-цикличен е браншът, толкова по-нисък трябва да бъде той, защото в спада на цикъла оперативната печалба (*EBIT*) значително се свива, а трябва да има гаранция, че тя ще покрива лихвите по дълга.

Нетният доход на една акция (EPS) за последните пет - седем години расте с около 10 на сто годишно.

Растящият нетен доход на една акция е най-атрактивната характеристика на целево предприятие. Този показател се влияе значително от счетоводни манипулации и, за да се проконтролира истинността му, добре е да се прогнозира свободният паричен поток (вж. по-долу), който да го потвърди или отхвърли. Освен това трябва да се провери, дали причината за растежа не е твърде ниска стартова база или бързо растяща инфлация.

Оценяване на целево предприятие

Целевото предприятие може да се оцени по различни методи (Mandl et al., 2002, S. 176 ff). Главните от тях са методът на дисконтираните парични потоци и този на пазарните множители. Независимо от избора на метод, трябва да се отчете, че след придобиване, целевото предприятие няма да функционира самостоятелно, а като филиал на придобиващото, което оказва съществено влияние върху операциите, управлението и финансирането му, а оттам и върху неговата стойност. Освен това съществена е оценката не на филиала, а на собствения му капитал, защото той ще се придобива.

⁹ Приватизацията в България беше проведена по подобен начин, само че предприятия бяха купувани не толкова под счетоводната, а най-често под ликвидационната им стойност. Откъдето е логично и масовото им последващо ликвидирание - защо да се развиват те в рисковано състезание с конкуренцията, вместо да се осребрят активите им и изконсумира горницата над цената за придобиване. В този смисъл придобивания, базирани на арбитражна печалба, могат да имат негативни последици за икономиката.

Дискусия

За прилагане на метода на дисконтираните парични потоци е необходимо да се прогнозира увеличението на нетния паричен поток за акционерите на придобиващото предприятие – т.нар. свободен паричен поток, и нормата на сконтиране (цената на капитала), приложима към него.

Свободният паричен поток е резултат от калкулация на паричните потоци на филиала от оперативна дейност и от финансиращи решения. Тези потоци се прогнозира в две фази – експлицитна и агрегирана, като втората се базира на първата и я отразява в обобщен вид за хоризонта ѝ. Експлицитната фаза е обикновено с 5-годишен хоризонт и се състои от следните елементи (Brigham et al., 2010, p. 951):

Приходи от продажби

- *Променливи разходи*
- *Условно-постоянни разходи*
- *Разходи за амортизации*

= *Брутна печалба преди лихви и данъци*

- *Лихви **

= *Брутна печалба преди данъци*

- *Корпоративен данък*

= *Нетна печалба*

- + *Разходи за амортизации*

= *Нетен оперативен паричен поток*

- *Неразпределена печалба ***

- + *Ликвидационна стойност ****

= *Нетен паричен поток към акционерите*

- *Данък върху дивидентите*

= *Свободен паричен поток*

* Лихви по стари, по свързани с обединяването и по нови кредити за развитие на филиала.

** Загържана част от печалбата на обединеното предприятие за развитие на филиала.

Обединяване на предприятията

*** Изчислена при допускане за растеж на разликата между нетен оперативен паричен поток и неразпределена печалба (CF) след 5-годишния хоризонт с постоянен годишен темп g и r - цената на капитала на целевото предприятие:

$$V_5 = \frac{CF}{r - g} \quad (1)$$

V_5 се добавя в края на петия период от експлицитната прогноза и така се осъществява връзката между двете фази.

**** Този, получен от филиала паричен поток, ще бъде разпределен на акционерите на обединеното предприятие след приспадане на данък върху дивидентите.

Ако с обединяването не се преследва синергия, а се разчита на закупуване на активи по пазарната им цена или на данъчни ефекти, свободният паричен поток е този на целевото предприятие, опериращо самостоятелно. Иначе, в него трябва да се отчетат ефектите от оперативната, управленска и/или финансова синергия, доколкото се предвиждат. Въпреки цялата условност на подобни изводи, може да се смята, че приходите от продажби, променливите разходи и амортизациите отразяват оперативната синергия от обединяването, а постоянните разходи – предимно управленската. Финансовата синергия се разкрива в плащанията по лихви и в степента на задържане на печалба за финансиране на инвестиционната програма на филиала.

Корпоративният данък се отчита в калкулацията на свободния паричен поток. Тъй като последният се разпределя в полза на акционерите на обединеното предприятие, върху него се дължи и данък върху дивиден-

Дискусия

тите, също подлежащ на приспособяване. Въпреки че данъците се отчитат в прогнозата, възможно е самият акт на обединяване да има специфични данъчни последиствия. Те зависят от дизайна на данъчната система и най-често се свързват с разкриване на т.нар. скрити резерви на обединяващите се предприятия. Поради това данъците трябва да се имат предвид и като трансакционни разходи по обединяването.

Нормата на сконтиране, приложима към свободния паричен поток, е цената на обикновените акции на целевото предприятие. Ако то е публично, тя се определя по модела за оценка на капиталовите активи (CAPM). В този модел безрисковата норма на възвращаемост r_f се надгражда с произведението от систематичния риск на обикновените акции (β) и пазарната рискова премия $[E(r_m) - r_f]$, където $E(r_m)$ е очакваната норма на възвращаемост от пазарния портфейл, т.е.:

$$r = r_f + \beta [E(r_m) - r_f]. \quad (2)$$

r_f е възвращаемостта на държавните облигации с матуритет най-близък до хоризонта на оценката или геометрично средното от възвращаемостите на съкровищните бонове за всеки отделен период от хоризонта (Ненков, 2005, с. 121). Рисковата премия обикновено се пресмята ретроспективно за дълъг период от време, като Koller et al. (2010, pp. 242-249) предлагат това да става като аритметична средна за две годишен интервал. Ако за целевото предприятие е налична β , тя може да се използва и за оценка на филиала, но при условие че капиталовата структура на целевото и обединеното предприятие съвпадат. В про-

тивен случай тя трябва да се модифицира въз основа на връзката между бета с дълг β_D и бета без дълг β_E (Петров и др., 2010, с. 83-85):

$$\beta_D = \beta_E \left[1 + (1 - T) \frac{D}{E} \right], \quad (3)$$

където: D е размерът на дълга;

E - размерът на собствения капитал;

T - комбинираният данъчен размер.

Понеже β на целевото предприятие отразява капиталовата му структура се изчислява неговата β_E , след което въз основа на капиталовата структура на обединеното предприятие се достига до β_D .

Няма ли целевото предприятие изчислена β , например, защото не е публично, за оценката му е най-добре да се използва β_E^{av} фундаментална бета,¹⁰ която е средната за публично търгуваните компании в бранша, индивидуализирана с капиталовата структура на обединеното предприятие. Надеждни индивидуални и браншови бети коефициенти се изчисляват за развитите капиталови пазари. За да се ползват в нашата страна бети и рискови премии от тези пазари, се налага аджустирание на модела, като Damodaran (2012, pp. 177-180) предлага различни методи. Например към изчислената по CAPM изискуема норма на възвращаемост се добавя премия за странови риск, равна на спреда по държавните облигации на страна-еталон (най-често САЩ) и България.

По-неспецифичен и необоснован вариант за изчисляване на нормата за сконтиране е методът на надграждането. Положителното при него е, че не се пренасят стойности от развити капиталови пазари

¹⁰ В случай на принадлежност на целевото предприятие към повече браншове се търсят повече браншови бети, които се обединяват в обща посредством относителните тегла на всеки отделен бизнес.

Дискусия

и той отразява конкретната икономическа среда. За основа се взема r_f , която се награжда с различни премии за риск, в зависимост от това дали има временни редове за публично търгувани облигации и акции на предприятия-аналози или дали са налице кредитни рейтинги за такива предприятия. Ако подобна информация няма, r_f може да се награди с горницата, която търговските банки средно биха изисквали за дългосрочен инвестиционен кредит в полза на целевото предприятие,¹¹ и със стандартна за бранша или пазара добавка за риск на собственика (Александрова, 2001, с. 123).

Стойността филиала се получава като:

$$V_0 = \sum_{n=1}^N \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad (4)$$

Методът на пазарните множители е удобен при оценка на по-малки предприятия. Той се изразява в сравнение на целево предприятие по зададен пазарен критерий (най-често коефициента P/E) с подобни на него, придобити по известни цени P , и обосноваване по този начин на цената му.

Счетоводни и данъчни аспекти

Счетоводните аспекти са елемент на финансовия анализ, защото те определят как обединеното предприятие ще изглежда пред инвеститори, кредитори, контрагенти и т.н., което е особено важно за публичните предприятия. От друга страна, счетоводното отразяване на обединяването може да има данъчни последици, зависещи от дизайна на данъчната система, в която се осъществява.

Ако при обединяване може да бъде идентифицирано придобиващо предприятие, се

Обединяване на предприятия

прилага "методът на придобиването". При него в баланса на обединеното предприятие активите и пасивите на придобитото се оценяват по справедлива пазарна стойност. Ако при тази оценка нетната стойност на активите (активи минус пасиви) на придобитото предприятие е по-ниска от платената за него цена, разликата се отчита като положителна търговска репутация. Обратно, ако цената е по-ниска от нетната стойност на активите, се отчита отрицателна репутация. Промяната в стойността на активите и пасивите в баланса на обединеното предприятие оказва влияние върху приходите и разходите му, и по-специално върху разходите за амортизации – чрез стойността на дълготрайните материални активи и чрез търговската репутация, която, ако е положителна, за счетоводни цели е амортизируем актив (МСС, 2003, № 22). При определяне на данъчната печалба обаче активите на придобитото предприятие не се признават по справедлива стойност, а по тази в баланса му преди придобиването, откъдето и отчетена положителна търговска репутация не е данъчен амортизируем актив. Следователно и размерът на корпоративния данък в България не се влияе от акта на придобиването (ЗКПО, 2012, гл. XIX, раздел II).

При сливане на предприятия се използва методът "обединяване на интереси". Такова е налице, когато не може да се идентифицира придобиващо предприятие. При обединяването по интереси активите и пасивите на обединяващите се предприятия се включват по балансова стойност в баланса на новото предприятие. Отчетът

¹¹ Тя може да се установи при директен контакт с банките.

Дискусия

за приходите и разходите на това предприятие е "сборът" от отчетите на сливащите се предприятия, откъдето и актът на сливането също не влияе специфично върху размера на дължимите данъци.

Структуриране на ценовата оферта

На фона на оценката на целевите предприятия като филиали на обединеното и на съпътстващите ги счетоводни и данъчни аспекти се пристъпва към тяхното ранжиране в зависимост от приноса им към заложените с обединяването цели. На тази база се разработват варианти на ценови оферти, състоящи се от цени и съответстващи им форми за плащане.

Оценката задава максималната цена, която придобиващо предприятие може да плати за целево. Ако придобиването се осъществи по нея, акционерите на обединеното предприятие няма нито да спечелят, нито да загубят от него. При по-висока цена те губят, а при по-ниска печелят. Акционерите на целевото предприятие притежават в негово лице актуално богатство в размер на пазарната му капитализация (брой акции по пазарната им цена) или в размер на пазарната му стойност при независимо продължаване на дейността (в случай че то е от затворен тип). Те ще станат по-богати, ако продадат предприятието над пазарната му цена. Следователно офертната цена е в положителния интервал между оценката на придобиващото предприятие и пазарната стойност на придобиваното. Този интервал отразява общия синергиен ефект от придобиването. Колкото по-широк е той, толкова по-силни са мотивите за обединяване. За разлика от мениджърите на придобиващото предприя-

тие, които знаят пазарната стойност на придобиваното, тези на целевото предприятие не са наясно с размера на очакваната синергия. Къде в този интервал да бъде определена офертната цена и вероятната цена на придобиване, зависи преди всичко от пазарната позиция на двете предприятия по отношение на общия синергиен ефект. Ако има повече целеви предприятия, но няма други, способни да реализират синергия от обединяване с тях, логично е придобиващото предприятие да фиксира офертната си цена малко над пазарната стойност на целевото предприятие и е вероятно последното да я приеме. Обратно, ако целевото предприятие притежава нещо уникално (технология, пазарна позиция, търговска марка, договори, патенти, обучен персонал и др.), което повече предприятия биха желали да придобият, офертната цена би била малко под оценката на придобиващото. Дали тя ще бъде приета, зависи от това има ли други предприятия, в състояние да реализират по-голяма синергия, и дали някое от тях е готово да предложи по-висока цена. От друга страна, върху офертната цена влияе позицията на мениджърите на целевото предприятие. Ако той е против обединяването, логично е офертната цена към акционерите да е по-висока, за да бъде преодоляна съпротивата. Значителна роля при фиксиране на цената играят и способностите на преговарящите по обединяването.

Формата на плащане е вторият елемент на ценовата оферта, имащ съществено значение за ефектите от обединяването. Тя влияе върху капиталовата структура на обединеното предприятие, върху

Дискусия

степенята на участие на собствениците на целевото предприятие в ползите и рисковете от него, върху данъчното им облагане, върху трансакционните разходи по обединяването и др. По принцип цената може да е платима: в брой, с акции на придобиващото предприятие, с негови облигации, или като комбинация от тях, като у нас се практикуват предимно първите два и четвъртият начин. При плащане в брой собствениците на целевото прехвърлят акциите (дяловите) си на придобиващото предприятие и реализират тази част от очакваната синергия, която са могли да договорят с цената на придобиване. В случая те дължат личен подоходен данък върху разлика между цена на придобиване на акциите (дяловите) и цената на продажбата им (ЗДДФЛ, 2012, чл. 33, ал. 3). Ако те получат акции на придобиваното предприятие, реализират вече не очакваната, а фактичестката синергия от обединяването, т.е. поемат риска тя да не се случи или да е по-значителна от очакваната. Ако придобиващото предприятие е публично, те могат да продадат акциите му без да дължат личен данък (Пак там, чл. 13, т.3), който, ако то не е публично, е дължим. От съществено значение при офериране на форма за плащане са разходите, свързани с нея, които се причисляват към трансакционните разходи по обединяването. За да бъде заплатено с акции, те трябва да бъдат емитирани и увеличен собственият капитал на придобиващото предприятие, което е свързано с разходи. От друга страна, заплащането в брой често предполага ангажиране на банков кредит или емисия на облигации, които също имат своята цена.

При сливане акционерите на двете

Обединяване на предприятията

предприятията заменят акциите си срещу акции на новоучреденото предприятие, като е възможно и ограничено доплащане.

Заклучение

Решението за обединяване е едно от най-комплексните, финансово най-обещаващите и най-рисковите решения, вземани в предприятията, а финансовите му аспекти са най-съществената част от него, защото те идентифицират предприятията, цели за обединяване, и оценяват очаквания им принос за увеличаване богатството на собствениците на обединеното предприятие. Ако мениджмънтът на целево предприятие е против обединяване, той в значителна степен може да го компрометира, въпреки възможни финансови потенциали, свързани с него. След осъществяване на обединяване неговите управленски, технологични, фирмено-културни и др. аспекти излизат на преден план и често се оказват залог за фактичесткия му успех.

У нас данъчно мотивираните обединявания са ограничени, а се прилагат такива, целящи реализиране на синергия или придобиване на активи под пазарната им цена. Ако се преследва синергия, финансовият анализ, предхождащ обединяването, се базира на оценка на придобиваното или сливащите се предприятия. Главните особености на тази оценка са: първо, необходимостта трите синергийни ефекта (оперативен, финансов и управленски) да бъдат количествено обхванати; второ, калкулацията на свободния паричен поток да отчита разходи по дълг, мотивирани от преди всичко от практиката придобиващото предприятие да поема дълговете на придо-

Дискусия

биваното; и, трето, сконтирането на свободния паричен поток се извършва с норма на възвращаемост на собствениците на целевото предприятие, модифицирана с капиталовата структура на обединеното. За разлика от счетоводните аспекти на сливането, тези на придобиването оказват влияние върху публичното представяне на обединеното предприятие. В нашата страна те не поражда допълнителни данъчни ефекти, поради което е достатъчно данъците да бъдат обхванати в калкулацията на свободния паричен поток. Офертната цена за обединяване отразява не само очакваната синергия, но и пазарните позиции на предприятията, докато формата на плащане предопределя разпределянето на финансовите ефекти и рискове между групите собственици.

Литература

- Александрова, М., 2001. Оптимизация на инвестиционния избор. София: "Тракия-М".
- Brealey, R.A., Myers, S.C. and Allen, F., 2008. Principles of corporate finance. 9th ed. Boston: McGraw-Hill.
- Brigham, E.F. and Daves, P.R., 2010. Intermediate Financial Management. 11th ed. Mason: South-Western.
- Damodaran, A., 2012. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3rd ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
- Данаилов, Д., 2002. Сливанията и поглъщанията в бизнеса. София.
- Дивайн, М., 2003. Успешните сливания. София: "Класика и стил".
- Gaughan, P.A., 2010. Mergers & Acquisitions, and Corporate Restructurings. 5th ed. Hoboken: Wiley.
- Koller, T., Goedhart, M. and Wessels, D., 2010. Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. 5th ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
- Mandl, G. und Rabel, K., 2002. Unternehmensbewertung. Eine praxisorientierte Einführung. 2. Aufl. Wien: Ueberreuter.
- Международни счетоводни стандарти (МСС), 2003. ДВ., бр. 13 от 2003 г.
- Ненков, Д., 2005. Оценка на инвестициите в реални активи. София: Университетско издателство "Стопанство".
- Ненков, Д., 2008. Финансов мениджмънт. София: Университетско издателство "Стопанство".
- Николова, Н., 2010. Принципи на корпоративните финанси. София: "Сиела".
- Петров и др., 2010. Корпоративни финанси. 3 доп. изд., София: "Тракия-М".
- Търговски закон (ТЗ), 2010. 12 акт. изд. София: "Сиби".
- Закон за данъците върху доходите на физическите лица (ЗДДФЛ), 2012. В Новото данъчно законодателство през 2012 година. София: ИК "Труд и право", с. 196-257.
- Закон за корпоративното подоходно облагане (ЗКПО), 2012. В Новото данъчно законодателство през 2012 година. София: ИК "Труд и право", с. 10-144.
- Закон за счетоводството (ЗС), 2012. В Счетоводство - 2012, София: ИК "Труд и право", с. 16-39.